

## A prospektusfelelősségről

Dr. Halász Vendel  
PhD hallgató – PTE-ÁJK

Dr. Kecskés András PhD  
egyetemi adjunktus – PTE-ÁJK

### I. IPO – A kezdeti nyilvános részvénykibocsátás

Kezdeti nyilvános részvénykibocsátásokról (*initial public offering – IPO*) akkor beszélünk, amikor első alkalommal<sup>1</sup> kerülnek egy társaság részvényei nyilvánosan értékesítésre.<sup>2</sup> Ez megtörténhet újonnan kibocsátott részvények nyilvános forgalomba hozatalával, de úgy is ha a korábban már zárt körben kibocsátott részvényeket tulajdonosaik nyilvános ajánlattétel során értékesítik. Hazánkban ajánlattételnek tekintjük az értékpapírokra vonatkozó, egyedileg előre meg nem határozott befektetők részére közzétett értékesítési ajánlatot, amely elegendő információt ad az ajánlat feltételeiről és az értékpapírokról ahhoz, hogy lehetővé tegye a befektetőknek az értékpapír megvásárlására vonatkozó döntés meghozatalát.<sup>3</sup>

Mivel ilyen esetben első ízben értékesítik a vállalat részvényeit nyilvánosan a befektetői közösség számára, ezért ennek alapján könnyedén elhatárolható a másodlagos (utólagos), tehát későbbi nyilvános részvénykibocsátásoktól (*secondary public offering*).

A kezdeti nyilvános részvénykibocsátás *fordulópont* egy vállalat életében. Nem csak azért, mert első alkalommal ajánlja fel nyilvánosan részvényeit a befektetői közösségnek, de abban az értelemben is, hogy általában első alkalommal kerülnek nyilvánosságra a vállalat működését, gazdasági és pénzügyi teljesítményét, stratégiáját, illetve kockázatait érintő bizalmas adatok. A fejlett tőkepiaccal rendelkező államok jogi szabályozásában jól körülhatárolható igény, hogy a befektetők számára biztosítani kell minden lényeges információt befektetési döntésük meghozatalához a papírok nyilvános értékesítését megelőzően. Ezt követően a transzparencia igénye végigkíséri a társaság életének minden területét. A közzétételi kötelezettségek országról-országra különbözőek lehetnek, de általánosan megállapítható, hogy a gazdaság teljesítményéhez viszonyítva a legjelentősebb tőkepiaccal rendelkező államok (*Ausztrália, Kanada, Egyesült Királyság, Egyesült Államok*) alkalmazzák a legmagasabb szintű közzétételre vonatkozó szabályokat.<sup>4</sup>

A nyilvános működés és a tőzsdei jelenlét következtében a vállalatnak sokkal szigorúbb közzétételi kötelezettségnek kell megfelelnie<sup>5</sup> és nyilvánosságra kell hoznia számos információt.<sup>6</sup> Ide kell értenünk olyan hagyományosan „kényesnek” tekintett kérdések nyilvánosság elé tárását, mint a vezetői javadalmazás, vagy a menedzsmenttel folytatott

---

<sup>1</sup> Lásd UTSET, Manuel A., *Producing Information: Initial Public Offerings, Production Costs, and the Producing Lawyer*, Oregon Law Review (1995/1) 280. old.

<sup>2</sup> Lásd GRIFFITH, Sean J., *Spinning and Underpricing – A Legal and Economic Analysis of the Preferential Allocation of Shares in Initial Public Offerings*, Brooklyn Law Review (2004/2) 585. old.

<sup>3</sup> Lásd TOMORI, Erika, *Értékpapírijog és a tőkepiac szabályozása* (Közép-európai Brókerképző Alapítvány, Budapest, 2008) 168. old.

<sup>4</sup> Lásd GEDDES, Ross, *IPOs and Equity Offerings* (Butterworth-Heinemann, 2008) 26. old.

<sup>5</sup> Lásd FORST, Bradley, *Going Public and the Implications of Corporate Control: the Modern Lawyer's Role as Counselor*, South Texas Law Journal (1982/1) 75. old.

<sup>6</sup> Lásd DRAHO, Jason, *The IPO Decision – Why and How Companies Go Public* (Edward Elgar Publishing, Northampton, 2005) 1. old.

ügyletek. Számos vállalat tart tőle, hogy olyan meghatározó információk közzététele, mint a bevétel, a profit, a versenyben elfoglalt pozíció, vagy a jelentősebb szerződéses kapcsolatok végül versenyhátrányt jelenthetnek számukra.<sup>7</sup> Végso soron a tranzakcióhoz elkészítendő kibocsátási tájékoztatónak (mely akár 3-400 oldal is lehet) valamennyi információt tartalmaznia kell, amely a befektetői döntés meghozatalához szükséges és így a vállalat működését lényegesen érinti.

Ennek a tanulmánynak az a célja, hogy bemutassa a kibocsátási tájékoztató alapvető sajátosságait, melyet a kezdeti nyilvános részvénykibocsátás kapcsán szükséges elkészíteni. Ehhez kapcsolódóan, tanulmányunk elemzi a kibocsátási tájékoztatóban szereplő információkkal kapcsolatos felelősség terjedelmét, illetve azokat a módszereket, melyek e felelősség beálltának esélyét csökkenthetik.

## II. A kibocsátási tájékoztatóra (prospektus) vonatkozó szabályok

### 1) A prospektus szerepe

A részvénykibocsátás során a kibocsátási tájékoztató egy elsődleges információs és marketing célú dokumentum a befektetők számára. Tulajdonképpen ebben a dokumentumban mondja el a kibocsátó a társaság (és így a papír) történetét.<sup>8</sup> Ez tartalmaz minden olyan információt, amelyre a befektetőknek szükségük lehet befektetési döntésük meghozatalához.<sup>9</sup> Elkészítése során tekintetbe kell venni azt is, hogy megfeleljen azon értéktőzsde szabályainak, ahol a részvények bevezetését tervezik. A külföldi tőzsdei bevezetésekhez pedig célszerű a nemzetközi pénzügyi szférában szokásos nyelven elkészíteni a kibocsátási tájékoztatót.

Alapvetően minden államnak, értékpapír felügyeletnek és értéktőzsdének megvan a saját előírása a prospektusok tartalmát illetően. Ugyanakkor mindegyik hasonló karakterisztikájú. 1998-ban az Értékpapír Felügyeletnek Nemzetközi Szervezete (*International Organization of Securities Commissions, IOSCO*) kibocsátotta saját nemzetközi közzétételi szabványát (*International Disclosure Standards*), hogy elősegítse a határokon átvéelő részvénykibocsátásokat. A szabvány az információk összehasonlíthatóságát és a magas szintű befektetővédelmet garantálja. Tartalmi követelményként 10 különböző kategóriát jelölnek meg, melyet szerepeltetni kell a kibocsátási tájékoztatóban. A sorrenden lehet változtatni, de minden elemet be kell építeni. Ez azért fontos, mert a kibocsátási tájékoztatóról szóló jelenleg hatályos közösségi irányelv is ezt a szabályozást veszi alapul a *prospektus* tartalmának meghatározásakor.

A kibocsátási tájékoztató három okból is nélkülözhetetlen a tranzakció során. Egyrészt mert törvényi kötelezettség az elkészítése. Másrészt mert alapvető fontosságú marketing eszköz. Harmadrészt pedig a pontos kibocsátási tájékoztató csökkenti a befektetők félrevezetésével kapcsolatos esetleges felelősséget. Így több funkciót is be kell töltenie. Mivel a vállalat vezetésének felelősségét csökkenti, ezért hosszú és lényegre törő lesz. De készítése közben nem szabad elfelejtezni marketingfunkciójáról sem.<sup>10</sup>

A *prospektus* közzététele biztosítja a befektetők számára az értékpapír megítéléséhez szükséges adatokat.<sup>11</sup> Pontos képet nyújt a megvásárlásra felajánlott részvényekről, a

---

<sup>7</sup> Lásd SCHNEIDER, Carl W., és MANKO, Joseph M., *Going Public – Practice, Procedure and Consequences*, Villanova Law Review (1970/tél) 284-285. old.

<sup>8</sup> Lásd GEDDES, Ross, *IPOs and Equity Offerings* (Butterworth-Heinemann, 2008.) 95. old.

<sup>9</sup> Lásd GEDDES, Ross, *IPOs and Equity Offerings* (Butterworth-Heinemann, 2008.) 54. old.

<sup>10</sup> Lásd GEDDES, Ross, *IPOs and Equity Offerings* (Butterworth-Heinemann, 2008.) 95-97. old.

<sup>11</sup> Lásd SPINDLER, James C., *IPO Liability and Entrepreneurial Response*, University of Pennsylvania Law Review (2007/május) 1195-1201. old.

vállalat pénzügyi helyzetéről és tőkestruktúrájáról. Tartalmazza a társaság üzleti tevékenységének leírását, és az elmúlt időszak üzleti eredményeinek bemutatását.<sup>12</sup> Ezen adatok összeállítása elsősorban a kibocsátó, illetve a vezető forgalmazó szerepét betöltő befektetési vállalkozás feladata. Elkészítéséhez a *due diligence* vizsgálat során áttekintett és összegyűjtött információk szolgálnak alapul. A tranzakcióban közreműködő befektetési vállalkozások tanácsadói is áttekintik és kiegészítik a *prospektust*,<sup>13</sup> a könyvvizsgálók pedig ellenőrzik minden pénzügyi vonatkozású állítását, majd megerősítik azok pontosságát (ez az általuk kiadott ún. *comfort letter*-ben történik meg). A felelősségi kérdéseket tekintve a jogi tanácsadó segít elkészíteni a dokumentumot. Végző soron azonban a társaság tartozik a tartalomért és az adatok pontosságáért felelősséggel. A jogi tanácsadó véleményezi azt is, hogy a *prospektus* teljesnek tekinthető-e, és hogy a benne található adatok pontosak-e.

A kibocsátási tájékoztatónak ugyanakkor komoly marketing szerepe is van. Célszerű, hogy kedvező benyomást keltsen és előmozdítsa a vásárlási szándékot. Ezért tartalmazza a vállalat stratégiáját és beruházási tevékenységét, elhelyezi a vállalatot az iparágban belül. A *prospektus* elkészítése a tőzsdére lépési folyamat fontos és időigényes eleme. Egy kibocsátási tájékoztató teljes hossza ugyanis elérheti akár a 3-400 oldalt is. Így a tranzakció menetrendjébe ennek megfelelően elegendő időt kell betervezni. Ez a társaságtól és a feldolgozandó adatok mennyiségétől függően akár egy-két hónap is lehet. A *prospektus* elkészítésében – mint korábban kiemeltük – részt vesz a kibocsátó, annak jogi tanácsadója, a könyvvizsgálók és a közreműködő befektetési vállalkozások is. Megszövegezése az eltérő funkciók közötti kényes egyensúly megtalálása miatt komoly tapasztalatot igényel.

## 2) Hatályos közösségi szabályozás

Az Európai Unióban a kibocsátási tájékoztató elkészítésének szabályait jelenleg a 2003/71/EK irányelv (*prospektus-irányelv*) tartalmazza. Az értékpapírok nyilvános kibocsátásakor vagy piaci bevezetésekor közzéteendő tájékoztatóról és a 2001/34/EK irányelv módosításáról szóló irányelv célja, hogy összehangolja a valamely tagállamban található vagy működő szabályozott piacon az értékpapírok nyilvános kibocsátásakor, vagy bevezetésekor közzéteendő tájékoztató készítésére, jóváhagyására és terjesztésére vonatkozó előírásokat.<sup>14</sup> Az irányelv szabályozási rezsimjét a végrehajtására kiadott rendeletek egészítik ki. Így fontos megemlíteni a Bizottság 809/2004/EK rendeletét (2004. április 29.) a 2003/71/EK európai parlamenti és tanácsi irányelvnek a tájékoztatókban foglalt információk formátuma, az információk hivatkozással történő beépítése, a tájékoztatók közzététele és a reklámok terjesztése tekintetében történő végrehajtásáról. Ezt a jogforrást megalkotása óta módosította a Bizottság 1787/2006/EK rendelete (2006. december 4.), illetve a Bizottság 211/2007/EK rendelete (2007. február 27.) is. Szintén fontos kiemelni a Bizottság 1569/2007/EK rendeletét (2007. december 21.), mely a harmadik országbeli értékpapír-kibocsátók által alkalmazott számviteli standardok egyenértékűségének megállapítására szolgáló eljárásnak a 2003/71/EK és a 2004/109/EK európai parlamenti és tanácsi irányelv szerinti létrehozását szabályozta. E rendeletek Magyarországon is közvetlenül hatályosak.

Hazánkban – ha nemzetközi szerződés eltérően nem rendelkezik – a tőkepiacról szóló 2001. évi CXX. törvényt kell alkalmazni a sorozatban kibocsátott értékpapír Magyar Köztársaság területén, valamint magyar kibocsátó által külföldön történő forgalomba

<sup>12</sup> Lásd GEDDES, Ross, *IPOs and Equity Offerings* (Butterworth-Heinemann, 2008.) 95. old.

<sup>13</sup> Lásd COKE, Michael, *Success in the Form of an IPO: A Brief Case Study of A123 Systems, Inc.*, *Nanotechnology Law and Business* (2009/4) 519. old.

<sup>14</sup> 2003/71/EK irányelv 1. cikk (1)

hozatalára, illetve a sorozatban kibocsátott értékpapír Magyar Köztársaság területén működő tőzsdére történő bevezetésére.<sup>15</sup>

### 3) A prospektus irányelv céljai és jellemzői

A *prospektus* irányelv szándéka az, hogy lehetővé tegye közösségi szinten egységesen a tőkeemelés.<sup>16</sup>

Az irányelvet 2003. november 4-én fogadták el, és 2005 júliusáig kellett az egyes tagállamoknak megfelelni szabályozásának. Alapvetően a kibocsátási tájékoztatók jóváhagyásával és közzétételével kapcsolatos kötelezettségeket rögzíti az értékpapírok nyilvános kibocsátásához és szabályozott piacra való bevezetéséhez kapcsolódóan. A szabályozás értelmében a *prospektus*oknak tartalmaznia kell egy összefoglalót is a kisbefektetők részére. Ezen felül széleskörű és részletes rendelkezéseket tartalmaz az irányelv a kibocsátási tájékoztató közzétételével kapcsolatban, melynek értelmében meg kell felelni az *Értékpapír Felügyelet*ek Nemzetközi Szervezete által meghatározott szabványoknak is.<sup>17</sup>

A szabályozás újdonságát az jelenti, hogy az egész közösségre kiterjedően nyerhetnek „útlevelet” az értékpapír-kibocsátások. Ennek feltétele, hogy olyan kibocsátási tájékoztatóval kell rendelkezniük, amelyet az irányelv közzétételi és eljárási szabályozásának megfelelően készítettek és fogadtak el. Az irányelv az érintett hazai tagállam kompetens felügyeleti hatóságának kijelölésével és a nyelvi rezsimmel lehetővé teszi a kibocsátónak, hogy a dokumentációt a nemzetközi üzleti és pénzügyi szféra által elfogadott nyelven készítse el. Az értékpapír-kibocsátásnak otthont adó tagállam nem fogalmazhat meg további közzétételi és egyéb – beleértve a tájékoztató nyelvére vonatkozó – követelményeket sem.<sup>18</sup>

2005. július 1.-től, tehát az irányelv átültetésére rendelkezésre álló határidő lejártától kezdődően így akár a magyar vállalatok számára is nyitva áll az Európai Unió egységes tőkepiaca. Nem szükséges a társaságoknak eltérő jogi szabályozásoknak megfelelniük, ugyanis az irányelv minden tagállam vonatkozásában biztosítja, hogy azonos tartalmú kibocsátási tájékoztatóval legyen lehetőség értékpapírokat értékesíteni. Ezért egy társaság egy uniós tagországban már elfogadott kibocsátási tájékoztatóval más tagállamokban is értékesítheti részvényeit. Az egységes elvek alapján elkészített kibocsátási tájékoztató így jelentős idő és költségmegtakarítást jelenthet a tőkebevonást tervező vállalatok számára.<sup>19</sup>

Az irányelv fontos elveinek tekinthető a piaci integráció biztosítása, a lehető legmagasabb szintű harmonizáció elérése, és a kisbefektetők védelme. Garantálni szándékozik ugyanis a tőkeforrásokhoz való széleskörű hozzáférést közösségi szinten azáltal, hogy egységes útlevelet biztosít az értékpapír-kibocsátásokhoz.

Szintén fontos elemként szerepel a befektető-védelem és a piaci hatékonyság. Gyakran került az értékpapírszabályozással kapcsolatban hangsúlyozásra az összefüggés a közzétételi kötelezettség és a befektetői bizalom között: az információ hatékony eszköz a befektetői bizalom emelésében és a tőkepiacok megfelelő fejlődéséhez és működéséhez való hozzájárulásban.<sup>20</sup> Mivel azonban az eltúlzott mértékű közzététel is káros hatású

---

<sup>15</sup> 2001. évi CXX. törvény 1. § a)

<sup>16</sup> Lásd MOLONEY, Niamh, *EC Securities Regulation* (Oxford University Press, Oxford, 2008) 111. old.

<sup>17</sup> Lásd MOLONEY, Niamh, *EC Securities Regulation* (Oxford University Press, Oxford, 2008) 113. old.

<sup>18</sup> Lásd MOLONEY, Niamh, *EC Securities Regulation* (Oxford University Press, Oxford, 2008) 113-114. old.

<sup>19</sup> Lásd TOMORI, Erika, *Értékpapírszabályozás és a tőkepiac szabályozása* (Közép-európai Brókerképző Alapítvány, Budapest, 2008) 162-163. old.

<sup>20</sup> Lásd MOLONEY, Niamh, *EC Securities Regulation* (Oxford University Press, Oxford, 2008) 114. old.



lehet, ezért a kompetens nemzeti hatóságok korlátozhatják a *prospektus* tartalmát kiegészítő információk adását befektető-védelmi alapon.<sup>21</sup>

Mivel az irányelv elméletileg egységesítette a kompetens szabályozó hatóságok és felügyeleti szervek kijelölésének módját, ezért a szabályozási verseny nagymértékben ki lett zárva a rezsimből.<sup>22</sup> Azonban az irányelv egyes definíciói kevésbé tekinthetőek világosnak. Az irányelvben számos eltérés található a meghatározott főszabályoktól, ezek pedig nem zárják ki teljesen a tagállamok azon jogát, hogy további előírásokat fogadjanak el. Szintén bizonytalanságot kelt a különböző bírói értelmezés lehetősége a kulcsfontosságú rendelkezések esetében.<sup>23</sup>

Az irányelv központi eleme – mint kiemeltük – a befektető-védelem. A kisbefektetők érdekeinek érvényesítése világosan visszaköszön a szabályozási megoldásokból. A közzétételi kötelezettség ugyanis nem csupán a piaci hatékonyság elősegítőjeként funkcionál, hanem az egyes kisbefektetők számára is hasznos ismereteket közvetít. Az értelmezést megkönnyítendő, a *prospektusok* tartalmát az irányelv 5. cikkében lévő szabályoknak megfelelően kell elkészíteni. Így annak az információkat könnyen elemezhető és érthető formában kell bemutatnia.<sup>24</sup> A weblapok használatának előmozdítása a kisbefektetők érdekeinek megfelelően szintén az egyszerű hozzáférhetőséget szolgálja. Az irányelv továbbá megkülönbözteti a kis értékű részvény- és hitelpiacot a nagybani hitelpiacától. Számos kivétel található a főszabályok alól az irányelvben az 50 000 eurónál nagyobb címletértékű hitelpapírok kibocsátása esetében, amikor a kisbefektetők érdekei sérelme nem merülhet fel. A szabályozás kritikájaként szükséges megemlítenünk, hogy a kibocsátó közzétételi kötelezettségének szabályozása túlzottan felbátoríthatja a kisbefektetőket, hogy megjelenjenek a piacon. Hajlamosak lehetnek azt feltételezni a kibocsátási tájékoztatók előnyeinek túlzott hangsúlyozásából kifolyólag, hogy éppen olyan hozamot tudnak elérni, mint a professzionális, szofisztikált befektetők. Gyakran nem világos számukra a releváns tranzakciós költség, és a megfelelő értékpapír-portfolio kialakításához kapcsolódó diverzifikáció költsége sem.<sup>25</sup>

A legutóbbi időszakban elfogadottá vált az a nézet, hogy a kibocsátási tájékoztató nem a legmegfelelőbb módja, hogy kommunikáljuk a kulcsfontosságú információkat a kisbefektetők szektor felé. A *prospektus* elfogadásának folyamata ugyanis sokkal inkább vizsgálja annak teljességét mintsem helyességét, azaz minőségét. Ez pedig kockázatot jelenthet azoknak a kisbefektetőknek, akik minőségi vizsgálatot várnak és feltételeznek. Azáltal pedig, hogy a tagállamok nem írhatnak elő fordítási kötelezettséget a kibocsátási tájékoztatóval kapcsolatban (az irányelv 19. cikke csak azt engedélyezi, hogy a *prospektus* összefoglalójának lefordítását írják elő az érintett tagállamok illetékes hatóságai<sup>26</sup>) további problémákat okozhat. Azt eredményezheti ugyanis, hogy a kisbefektetők számára (a lefordított összefoglalón túlmenően) könnyen értelmezhető információkat biztosítani szándékozó kibocsátók lefordított kibocsátási tájékoztatóját a felügyeleti hatóság által nem elfogadott *prospektusnak*, és ezáltal az irányelv megsértésének kell tekinteni. A kibocsátási tájékoztató elkészítése során a nemzetközi üzleti életben elfogadott nyelv alkalmazásának pedig az a következménye, hogy a gyakorlatban a kisbefektetők egy olyan *prospektussal* szembesülnek, amit nem tudnak elolvasni és megérteni. Ehhez társul még egy korlátozott

<sup>21</sup> Lásd 2003/71/EK 21. cikk (3) a)

<sup>22</sup> Lásd MOLONEY, Niamh, *EC Securities Regulation* (Oxford University Press, Oxford, 2008) 115. old.

<sup>23</sup> Lásd MOLONEY, Niamh, *EC Securities Regulation* (Oxford University Press, Oxford, 2008) 116-117. old.

<sup>24</sup> 2003/71/EK irányelv 5. cikk (1)

<sup>25</sup> Lásd MOLONEY, Niamh, *EC Securities Regulation* (Oxford University Press, Oxford, 2008) 116-118. old.

<sup>26</sup> 2003/71/EK irányelv 19. cikk (2)

méretű összefoglaló.<sup>27</sup> Ha pedig a kibocsátási tájékoztató nem megfelelő elkészítéséből adódóan kár éri a kisbefektetőket, akkor nagy eséllyel nekik kell állni a *prospektus* lefordításának költségét a bírósági eljárás megindítását megelőzően.<sup>28</sup>

Az irányelvet 2005. július 1.-ig kellett a tagállamoknak implementálni. Az irányelv hatálya alá tartozó első kibocsátások alapvetően pozitív tapasztalatot nyújtottak. Ez a szabályozás tehát mérföldkőnek tekinthető az egységes európai értékpapírpiac megvalósításában. Az irányelv szintén sikeres volt abban a vonatkozásban, hogy az illetékes hazai felügyeleti hatóságok által kiállított *prospektus-útlevelék* száma a 2004-2005-ös 206-ról az új rezsim hatályba lépésével 2005-2006-ban 1150-re emelkedett. Ez azt mutatja, hogy az irányelv elősegíti az értékpapírok kibocsátását és határokon átívelő kereskedelmét.<sup>29</sup>

#### 4) A prospektus tartalmára vonatkozó szabályozók a 809/2004/EK rendeletben

A Bizottság 809/2004/EK (2004. április 29.) rendelete a 2003/71/EK európai parlamenti és tanácsi irányelvnek a tájékoztatókban foglalt információk formátuma, az információk hivatkozással történő beépítése, a tájékoztatók közzététele és a reklámok terjesztése tekintetében történő végrehajtásáról kötelező érvénnyel szabályozza a kibocsátási tájékoztatók tartalmát az Európai Unióban. A kibocsátási tájékoztatók összeállításának módját, részletes tartalmukat így a rendelet alapján lehet meghatározni.

A rendelet 25. cikke az irányelv alapján rögzíti, hogy lehetséges a kibocsátási tájékoztatót egyetlen dokumentumként is elkészíteni. Ebben az esetben az tartalmaz egy egyértelmű, részletes tartalomjegyzéket, valamint az összefoglalót, a kibocsátóval és a kibocsátandó értékpapírfajttával kapcsolatos kockázati tényezőket és a tájékoztató összeállításának alapját képező sémákban és modulokban foglalt egyéb információkat.<sup>30</sup>

Ha a kibocsátó, az ajánlattevő vagy a szabályozott piacra történő bevezetést kérő személy úgy dönt, hogy a tájékoztatót több, különálló dokumentumból állítja össze, mind az értékpapírjegyzék, mind a regisztrációs okmány a következő részekből és sorrendben tevődik össze: egyértelmű, részletes tartalomjegyzék, adott esetben a kibocsátóval és a kibocsátandó értékpapírfajttával kapcsolatos kockázati tényezők, a tájékoztató összeállításának alapját képező sémákban és modulokban foglalt egyéb információk. Ezek sorrendjében nem lehet eltérés.<sup>31</sup>

A kibocsátó, az ajánlattevő vagy a szabályozott piacra történő bevezetést kérő személy azonban szabadon határozhatja meg a tájékoztató összeállításának alapját képező sémákban és modulokban foglalt kötelező információk bemutatásának sorrendjét.<sup>32</sup> Amennyiben pedig ezen információk sorrendje nem egyezik meg a tájékoztató összeállításának alapját képező sémákban és modulokban előírt információk sorrendjével, a székhely szerinti tagállam illetékes hatósága felkérheti a kibocsátót, az ajánlattevőt vagy a szabályozott piacra történő bevezetést kérő személyt, hogy a tájékoztató ellenőrzése céljából a bevezetés kérelmezése előtt készítsen listát a kereszthivatkozásokról. A listában meg kell jelölni, hogy az egyes információk a tájékoztató melyik oldalán találhatók.<sup>33</sup>

A rendelet szabályozása tehát ún. sémákat alkalmaz, melyek tartalmazzák a különböző kibocsátók és/vagy különböző fajtájú értékpapírok sajátos jellegének megfelelően

---

<sup>27</sup> Lásd MOLONEY, Niamh, *EC Securities Regulation* (Oxford University Press, Oxford, 2008) 119. old.

<sup>28</sup> Lásd 2003/71/EK irányelv 5. cikk (2) c)

<sup>29</sup> Lásd MOLONEY, Niamh, *EC Securities Regulation* (Oxford University Press, Oxford, 2008) 126-130. old.

<sup>30</sup> 809/2004/EK rendelet 26. cikk (1)

<sup>31</sup> 809/2004/EK rendelet 26. cikk (2)

<sup>32</sup> 809/2004/EK rendelet 26. cikk (3)

<sup>33</sup> 809/2004/EK rendelet 26. cikk (4)

kialakított minimális információk jegyzékét.<sup>34</sup> A részvény regisztrációs okmányához szükséges információkat a rendelet I. mellékletében található sémának megfelelően kell megadni,<sup>35</sup> - melynek tartalmát ugyanakkor jelen tanulmány keretei között terjedelmi okokból nem mutathatjuk be.

## 5) A prospektus a tőkepiaci törvényben

Magyarországon a jogi szabályozás eltérő az értékpapírok nyilvános és zártkörű forgalomba hozatala kapcsán. Hatályos tőkepiaci törvényünk a 2003/71/EK irányelvben a kibocsátási tájékoztató közzététele alóli mentesség szabályozását alapul véve tesz különbséget a forgalomba hozatal nyilvános vagy zártkörű jellege között. Az értékpapír forgalomba hozatala ez alapján zártkörűnek minősül, ha az értékpapírt kizárólag minősített befektetők részére ajánlják fel,<sup>36</sup> vagy az értékpapírt minősített befektetőnek nem minősülő, tagállamonként száznál kevesebb személy részére ajánlják fel.<sup>37</sup> Szintén zártkörűnek minősül a kibocsátás, ha az értékpapírt kizárólag olyan befektetők részére ajánlják fel, akik egyenként legalább 50 000 euró vagy annak megfelelő értékben vásárolnak a felajánlott értékpapírokból,<sup>38</sup> illetve ha az értékpapír névértéke legalább 50 000 euró vagy annak megfelelő összeg.<sup>39</sup> Ez utóbbi lehetőség azonban részvény-jellegű értékpapírok esetében nem jellemző, hitelpapíroknál rendelkezhet relevanciával. További ilyen eset, ha az összes forgalomba hozott értékpapír kibocsátási értéke az ajánlattételtől számított tizenkét hónapon belül nem haladja meg a 100 000 eurót vagy annak megfelelő összeget.<sup>40</sup> Az irányelvhez képest viszont speciális eleme a hazai szabályozásnak, hogy zártkörű kibocsátásnak tekinthető az is, ha a részvénytársaság szövetkezet átalakulásával jön létre, és a részvényeket kizárólag az átalakuló szövetkezet tagjainak, üzletrész tulajdonosainak ajánlják fel.<sup>41</sup>

A prospektus irányelv 4. cikke további mentességeket fogalmazott meg a tájékoztató közzétételének kötelezettsége alól. Tőkepiaci törvényünk e kivételeket úgy alkalmazza, hogy az irányelvben meghatározottak alapján további esetek minősülnek a már korábban zártkörűen forgalomba hozott értékpapír esetében zártkörű forgalomba hozatalnak. Ezek az esetek ugyanakkor egy vállalat tőzsdére lépése vonatkozásában csekély relevanciával rendelkeznek.

Magyarországon a tőkepiaci törvény szabályozása alapján (főszabályként) értékpapír nyilvános forgalomba hozatala, illetve szabályozott piacra történő bevezetése esetén a kibocsátó, az ajánlattevő, illetőleg az értékpapír szabályozott piacra történő bevezetését kezdeményező személy kibocsátási tájékoztatót, és a Bizottság 809/2004/EK rendeletének 31. cikkében meghatározott hirdetményt köteles közzétenni.<sup>42</sup> A nyilvános értékpapír-kibocsátások kapcsán számos kivételt fogalmaznak meg a kibocsátási tájékoztató közzététele alól a hatályos tőkepiaci törvény 21. § (2) illetve 22. § (1), (4) bekezdései. Ezek azonban a kezdeti nyilvános részvénykibocsátás vonatkozásában szintén nem rendelkeznek relevanciával.

A tőkepiaci törvény alapján főszabályként az értékpapír nyilvános forgalomba hozatalának előkészítésével és lebonyolításával a kibocsátó, illetőleg az ajánlattevő befektetési

<sup>34</sup> 809/2004/EK rendelet 2. cikk (1)

<sup>35</sup> 809/2004/EK rendelet 4. cikk (1)

<sup>36</sup> 2001. évi CXX. törvény a tőkepiacról 14. § (1) a)

<sup>37</sup> 2001. évi CXX. törvény a tőkepiacról 14. § (1) b)

<sup>38</sup> 2001. évi CXX. törvény a tőkepiacról 14. § (1) c)

<sup>39</sup> 2001. évi CXX. törvény a tőkepiacról 14. § (1) d)

<sup>40</sup> 2001. évi CXX. törvény a tőkepiacról 14. § (1) e)

<sup>41</sup> 2001. évi CXX. törvény a tőkepiacról 14. § (1) f)

<sup>42</sup> 2001. évi CXX. törvény a tőkepiacról 21. § (1)

szolgáltatót köteles megbízni.<sup>43</sup> Esetünkben fontos megjegyezni, hogy kivételt képez ez alól, ha a nyilvános forgalomba hozatal szabályozott piacra történő bevezetéssel történik.<sup>44</sup> Ha pedig az értékpapírt a Felügyelet által engedélyezett tájékoztató és hirdetmény hiányában, illetőleg – a tőkepiaci törvény 23. § (1) bekezdésében meghatározott négy eset kivételével – befektetési szolgáltató igénybevétele nélkül hozták nyilvánosan forgalomba,<sup>45</sup> akkor semmis az értékpapír jegyzése, illetve az adásvételére kötött szerződés. Ebben az esetben a befektetőknek okozott kárért a kibocsátó, az ajánlattevő, illetőleg az értékpapír szabályozott piacra történő bevezetését kezdeményező személy és a forgalmazó egyetemlegesen felel.<sup>46</sup>

A hatályos hazai szabályozás szerint tehát – ha a tőkepiaci törvény eltérően nem rendelkezik – értékpapír nyilvános forgalomba hozatala, illetve szabályozott piacra történő bevezetése esetén a kibocsátó, az ajánlattevő, illetőleg az értékpapír szabályozott piacra történő bevezetését kezdeményező személy kibocsátási tájékoztatót és a Bizottság 809/2004/EK rendeletének 31. cikkében meghatározott hirdetményt köteles közzétenni.<sup>47</sup>

A hirdetmény a 809/2004/EK rendelet 31. cikk (3) bekezdése alapján tartalmazza a kibocsátó megnevezését, az ajánlott értékpapírok fajtáját, valamint kategóriáját és mennyiségét, továbbá annak ismertetését, hogy kérelmezték-e a tőzsdei bevezetését (amennyiben ezek az adatok a hirdetmény közzétételének időpontjában ismertek). Szintén a hirdetmény tartalmi eleme az ajánlattétel vagy bevezetés tervezett ideje és a nyilatkozat a tájékoztató közzétételéről és beszerezhetőségéről. Ha a tájékoztató nyomtatott formában jelent meg, akkor tájékoztatást ad arról, hogy a nyomtatott anyag nyilvánosan hol és mennyi ideig férhető hozzá. Ha pedig a tájékoztató elektronikus formában jelent meg, tájékoztatást nyújt arról, hogy a befektetők hol igényelhetnek nyomtatott példányt. Szintén megtalálható a hirdetményen a keltezés.

E feltételeknél kevésbé szigorú követelmények vonatkoznak hazánkban a tőkepiaci törvény értelmében a zártkörű forgalomba hozatal esetére. Ekkor a kibocsátónak, illetve a forgalmazónak csak azt kell biztosítani, hogy minden befektető ugyanazokat a lényeges, a kibocsátó piaci, gazdasági, pénzügyi, jogi helyzetének és ezek várható alakulásának, valamint az értékpapírhoz kapcsolódó jogoknak a megalapozott megítéléséhez szükséges információkat megkapja.<sup>48</sup> Ide kell sorolni azokat az információkat is, amelyek a befektetőkkel személyesen folytatott megbeszélések keretében merültek fel.<sup>49</sup> A zártkörű kibocsátásokra nem kell alkalmazni a kibocsátási tájékoztató közzétételére vonatkozó kötelezettséget.<sup>50</sup> Az értékpapír zártkörű forgalomba hozatalát ugyanakkor a forgalomba hozatali eljárás lezárását követő 15 napon belül a kibocsátó köteles a Felügyeletnek bejelenteni.<sup>51</sup> Amennyiben egy részvény-kibocsátás zártkörűen ment végbe, akkor a Felügyelet a kibocsátótól vagy az ajánlattevőtől kért rendkívüli adatszolgáltatás keretében ellenőrizheti, hogy a forgalomba hozatal a tőkepiaci törvény szerint zártkörű forgalomba hozatalnak minősült-e.<sup>52</sup>

<sup>43</sup> 2001. évi CXX. törvény a tőkepiacról 23. § (1)

<sup>44</sup> 2001. évi CXX. törvény a tőkepiacról 23. § (1) a)

<sup>45</sup> 2001. évi CXX. törvény a tőkepiacról 25. § (1)

<sup>46</sup> 2001. évi CXX. törvény a tőkepiacról 25. § (2)

<sup>47</sup> 2001. évi CXX. törvény a tőkepiacról 21. § (1)

<sup>48</sup> Lásd TOMORI, Erika, *Értékpapírijog és a tőkepiac szabályozása* (Közép-európai Brókerképző Alapítvány, Budapest, 2008) 156. old.

<sup>49</sup> 2001. évi CXX. törvény a tőkepiacról 16. §

<sup>50</sup> A 2001. évi CXX. törvény a tőkepiacról 18. §-a alapján ugyanakkor a zártkörű forgalomba hozatallal kapcsolatban készített bármely írásos dokumentumban feltűnő módon fel kell tüntetni a forgalomba hozatal zártkörű voltát.

<sup>51</sup> 2001. évi CXX. törvény a tőkepiacról 17. § (1)

<sup>52</sup> 2001. évi CXX. törvény a tőkepiacról 17. § (2)

Az értékpapír adásvételére kötött szerződés semmis akkor, ha az értékpapírt nem a nyilvános forgalomba hozatalra vonatkozó szabályok szerint hozták forgalomba és a forgalomba hozatal nem felelt meg a zártkörű forgalomba hozatal feltételeinek. A befektetőknek okozott kárért ebben az esetben a kibocsátó és a forgalmazó egyetemlegesen felel.<sup>53</sup>

### III. A prospektusfelelősség

#### 1) Jogi felelősség az Európai Unióban

A kezdeti nyilvános részvénykibocsátást megelőzően a vállalat működésével kapcsolatos bizalmas információk a zártkörű működésből adódóan általában nem hozzáférhetőek a befektetők közösség számára. Ezek ismerete viszont szükséges ahhoz, hogy értékelni tudják a nyilvánosan értékesített részvényeket. Ha az információk között csupán egy csekély pontatlanság is fellelhető, akkor a részvény árát már helytelenül határozzák meg, és így téves alapokon nyugvó befektetési döntések születhetnek. Így a közreműködő befektetési vállalkozás által hitelesített, megfelelő mennyiségű és pontos információ a tőke hatékony allokációjának záloga. A *due diligence* pedig az eljárás, amikor előzetesen ellenőrzik a közzétett információk megfelelőségét.<sup>54</sup>

A különböző államok értékpapírszabályozása alapján a kibocsátó és vezető tisztségviselői felelősséggel tartoznak a kibocsátási tájékoztatóban (*prospektusban*) szereplő információk pontosságáért és teljességéért. A részvény-kibocsátási tranzakcióban közreműködőket (például a befektetési vállalkozásokat) továbbá szintén felelősség terhelheti a kibocsátó felelősségétől függetlenül, hogy kellő gondossággal megvizsgálják a kibocsátási tájékoztatóban foglalt információk pontosságát és teljességét. Ezért általános, hogy a befektetési vállalkozások és jogi tanácsadók *due diligence* vizsgálatot folytatnak le a vállalat üzleti tevékenységével kapcsolatban. Ez kiterjed a kibocsátási tájékoztatóban szereplő minden állásfoglalás pontosságára, illetve bármely más olyan információra, mely a befektetési döntés szempontjából fontossággal bírhat.<sup>55</sup> Ezért a nagy presztízzsel rendelkező befektetési vállalkozások (befektetési bankok) jelenléte hatékony marketingeszköz lehet a vállalat értékpapírjainak értékesítésekor. Így a *due diligence* vizsgálat kapcsán már nem csak, mint az ügylet szervezői és a részvények forgalmazói működnek közre, hanem ezen túlmenően szerepvállalásukkal igazolják, hogy a kibocsátási tájékoztató tartalma a valóságnak megfelelő.<sup>56</sup>

Az Európai Unióban közösségi szinten az értékpapírok nyilvános kibocsátásakor vagy piaci bevezetésekor közzéteendő tájékoztatóról és a 2001/34/EK irányelv módosításáról szóló 2003/71/EK irányelv rendezi a kibocsátási tájékoztatóval kapcsolatos felelősség kérdését. Az irányelv 6. cikkében olvasható szabályok értelmében a tagállamok biztosítják, hogy a tájékoztatóban adott információért való felelősség az esettől függően legalább a kibocsátót vagy annak igazgatási, irányító vagy felügyeleti szerveit, az ajánlattevőt, a szabályozott piacra történő bevezetést kérő személyt, vagy adott esetben a kezest terhelje. A felelős személyeket egyértelműen azonosítani kell nevükkel és beosztásukkal, illetve jogi személyek esetén nevükkel és létesítő okirat szerinti székhelyükkel. A tájékoztatónak

<sup>53</sup> 2001. évi CXX. törvény a tőkepiacról 17. § (3)

<sup>54</sup> Lásd FERRIS, Stephen P., HILLER, Janine S., WOLFE, Glenn A., COOPERMAN, Elizabeth S., *An Analysis and Recommendation for Prestigious Underwriter Participation in IPO's*, The Journal of Corporation Law (1991-1992/tavaszi) 585. old.

<sup>55</sup> Lásd GEDDES, Ross, *IPOs and Equity Offerings* (Butterworth-Heinemann, 2008) 108. old.

<sup>56</sup> Lásd SJOSTROM, William K. Jr., *Going Public Through an Internet Direct Public Offering: A Sensible Alternative for Small Companies?*, Florida Law Review (2001/3) 537. old.

tartalmaznia kell e személyek azon nyilatkozatát is, miszerint legjobb tudomásuk szerint a tájékoztatóban foglalt információk összhangban állnak a tényekkel és abból nem maradt ki olyan lényeges tény, ami várhatóan érintené annak pontosságát.<sup>57</sup> A tagállamok biztosítják továbbá, hogy a polgári jogi felelősségre vonatkozó törvényeik, rendeleteik és közigazgatási rendelkezéseik a tájékoztatóban adott információért felelős személyekre is vonatkozzanak. A tagállamok mindazonáltal biztosítják, hogy senkit ne terhelhessen polgári jogi felelősség kizárólag az összefoglaló alapján, beleértve annak bármely fordítását, kivéve, ha az félrevezető, pontatlan vagy nem áll összhangban a tájékoztató más részeivel, vagy ha – a tájékoztató más részeivel összevetve – nem tartalmaz alapvető információkat annak érdekében, hogy segítsen a befektetőknek megállapítani, érdemes-e befektetniük az adott értékpapírokba. Az összefoglaló e tekintetben egyértelmű figyelmeztetést tartalmaz.<sup>58</sup>

Az Európai Unióban így közösségi szinten biztosítva van a nem megfelelő közzétételért való felelősség érvényesítésének lehetősége a magánszemélyek részére. Ez a felügyeletek által képviselt közjogi kontroll mellett ösztönzőleg hathat a szabályozás követésére. Ellentétes irányba mutat ugyanakkor, hogy az Európai Unióban a polgári jogi felelősség rendszere tagállamonként különböző, tekintve mind a felelősség alapját (szándékosság vagy gondatlanság), az okozatosság szerepét, a jogorvoslat alapját (törvényi jog vagy *common law* természetű szabályozások) és a keresetindításra jogosult személyek körét. Ez a sokszínűség egyfelől kockázatot jelent a kibocsátók számára egy több európai államot érintő részvénykibocsátás esetén. Ez ahhoz vezethet, hogy a különböző szabályozásoknak való megfelelés érdekében (és a lehetséges jogi kockázatok elkerülése végett) a kibocsátási tájékoztatók egyre részletesebbé válnak, és így egyre kevésbé lesznek hasznosak a kisbefektetők számára. A gyakorlatban ugyanakkor a magánjogi felelősségen alapuló keresetek ritkák, köszönhetően az erős részvényesi kultúra hiányának és a csoportos keresetindítási lehetőség korlátozott jelenlétének. Ezért kevésbé jelent kockázatot a kibocsátási tájékoztatók tartalmával kapcsolatos polgári jogi felelősség harmonizálásának<sup>59</sup> elmaradása a kibocsátók számára.<sup>60</sup>

## 2) Jogi felelősség Magyarországon

Hazánkban a tőkepiaci törvény szintén rendezi a kibocsátási tájékoztató tartalmából eredő felelősséget. E szerint az értékpapír tulajdonosának a tájékoztató félrevezető tartalmával és az információ elhallgatásával okozott kár megtérítéséért a kibocsátó, a forgalmazó (forgalmazási konzorcium esetében a vezető forgalmazó), az értékpapírban foglalt jogokért kezességet (garanciát) vállaló személy, az ajánlattevő vagy az értékpapír szabályozott piacra történő bevezetését kezdeményező személy felel. A tájékoztatóban pontosan, egyértelműen azonosítható módon meg kell jelölni annak a személynek a nevét (megnevezését), a forgalomba hozatalban betöltött szerepét, valamint lakcímét (székhelyét), aki a tájékoztató vagy annak valamely részének tartalmáért felel. A tájékoztatóban foglalt minden információra, illetőleg az információ hiányára is ki kell

<sup>57</sup> 2003/71/EK irányelv 6. cikk (1)

<sup>58</sup> 2003/71/EK irányelv 6. cikk (2)

<sup>59</sup> Ezt kimondottan tartalmazza a 2003/71/EK irányelv 25. cikk (1) bekezdése, mikor kimondja, hogy a tagállamok büntetőjogi szankciók kiszabására vonatkozó joguk és polgári jogi felelősségi rendszerük sérelme nélkül, nemzeti jogszabályaikkal összhangban biztosítják, hogy a felelős személyekkel szemben megfelelő közigazgatási intézkedéseket lehessen hozni, vagy közigazgatási szankciókat lehessen alkalmazni, amennyiben az ezen irányelv végrehajtása során elfogadott rendelkezéseket nem tartják be. A tagállamok biztosítják, hogy ezen intézkedések hatékonyak, arányosak és visszatartó hatásúak legyenek.

<sup>60</sup> Lásd MOLONEY, Niamh, *EC Securities Regulation* (Oxford University Press, Oxford, 2008) 164-166. old.

terjednie valamely személy felelősségvállalásának.<sup>61</sup> A tájékoztatót valamennyi felelős személy köteles külön aláírt felelősségvállaló nyilatkozattal ellátni. A nyilatkozatnak tartalmaznia kell azt, hogy a tájékoztató a valóságnak megfelelő adatokat és állításokat tartalmazza, illetve, hogy nem hallgat el olyan tényeket és információkat, amelyek az értékpapír, valamint a kibocsátó és az értékpapírban foglalt kötelezettségért kezességet (garanciát) vállaló személy helyzetének megítélése szempontjából jelentőséggel bírnak.<sup>62</sup> E személyeket a tájékoztató, illetőleg a hirdetmény közzétételétől számított öt évig terheli a felelősség, mely érvényesen nem zárható ki és nem korlátozható.<sup>63</sup> Szükséges azonban kiemelni, hogy felelősség nem állapítható meg a hazai szabályozás alapján sem kizárólag a kibocsátási tájékoztató részét képező összefoglaló alapján (ideértve annak bármely nyelvre lefordított változatát is). Kivételt képez ez alól, ha az összefoglaló félrevezető, pontatlan vagy a tájékoztatóban foglalt információnak nem megfelelő információt tartalmaz, vagy az összefoglaló nem tartalmazza a törvény 27. § (1a) bekezdése szerinti kiemelt információt, nevezetesen:<sup>64</sup>

- a) a kibocsátóra, az értékpapírban foglalt kötelezettség teljesítéséért kezességet (garanciát) vállaló személyre vonatkozó alapvető adatokat, kockázatainak, pénzügyi helyzetének megítéléséhez szükséges adatokat,
- b) az értékpapírral kapcsolatos kockázatok, valamint az értékpapír által megtestesített jogok befektető általi megismeréséhez szükséges információkat,
- c) a nyilvános értékesítésre történő felajánlás általános feltételeit, ideértve a kibocsátó vagy az ajánlattevő által felszámított, a befektetőt terhelő díjakat, költségeket,
- d) a forgalomba hozatal, illetve a szabályozott piacra történő bevezetés, valamint a multilaterális kereskedési rendszerbe történő regisztráció részleteit,
- e) a forgalomba hozatal céljának és a forgalomba hozataltól várható haszon felhasználásának ismertetését.

A szabályozás elemzése alapján megállapítható, hogy hazánkban – a korábbi szabályozástól eltérően – a kibocsátók és a közreműködők felelőssége a tőkepiaci törvény szerint nem egyetemleges, hanem megállapodásuktól függő. A törvény értelmében azonban minden információért (illetve azok hiányáért) is kell valakinek vállalnia a felelősséget. Ha azonban a kibocsátók és a közreműködők felelőssége nem egyetemleges, akkor a tőkepiaci törvény 38. § (4) bekezdése alapján a befektetők szempontjából az értékpapír forgalomba hozatala a szokásostól eltérő kockázatúnak minősül. Ekkor a Felügyelet<sup>65</sup> kötelezi a forgalmazót és a kibocsátót, az ajánlattevőt, vagy az értékpapír szabályozott piacra történő bevezetését kezdeményező személyt, hogy e tény a kibocsátási tájékoztató elején, valamint kereskedelmi kommunikációjában feltűnő módon tüntesse fel.<sup>66</sup>

### 3) Jogi felelősség a német jogban (a *Börsengesetz* szabályozása)

A német jogban a Börsengesetz (BörsG)<sup>67</sup> (tőzsdetörvény) tartalmazza az értékpapírok nyilvános kibocsátásához, tőzsdei kereskedelembe való bebocsátásához szükséges

<sup>61</sup> 2001. évi CXX. törvény a tőkepiacról 29. § (1)

<sup>62</sup> 2001. évi CXX. törvény a tőkepiacról 29. § (2)

<sup>63</sup> 2001. évi CXX. törvény a tőkepiacról 30. §

<sup>64</sup> 2001. évi CXX. törvény a tőkepiacról 29. § (3)

<sup>65</sup> Hazánkban a Pénzügyi Szervezetek Állami Felügyelete.

<sup>66</sup> Lásd TOMORI, Erika, *Értékpapírijog és a tőkepiac szabályozása* (Közép-európai Brókerképző Alapítvány, Budapest, 2008) 176-177. old.

<sup>67</sup> "Börsengesetz vom 16. Juli 2007 (BGBl. I S. 1330, 1351), das zuletzt durch Artikel 7 des Gesetzes vom 6. Dezember 2011 (BGBl. I S. 2481) geändert worden ist"

prospektus (kibocsátási tájékoztató) tartalmáért való felelősséget. Ez alapvetően a vagyoni károk megtérítésére szolgál. A törvény 44. § (1) bekezdése kimondja, hogy azon értékpapírok, amelyek egy prospektus (kibocsátási tájékoztató) alapján lettek a tőzsdei kereskedelembe bocsátva, és ezen értékpapírok megszerzőinek számára az értékpapír megítéléséhez lényeges adatok helytelenül vagy hiányosan lettek megadva, lehetőségük van követelni: a) azoktól, akik a prospektus kibocsátásáért a felelősséget vállalták; b) attól, aki a prospektust kibocsátotta; mint egyetemleges kötelezettektől az értékpapír átvételét és a megszerzési ár megtérítését; amennyiben a megszerzési ár a kibocsátási árat nem haladja meg, továbbá követelhetik a megszerzéshez kapcsolódó járulékos költségek megtérítését; amennyiben a megszerzésre vonatkozó ügylet a prospektus nyilvánosságra hozatalát követően, és az értékpapír első nyilvános forgalomba hozatalát követő fél éven belül kötötték. A 44. § (2) bekezdés tartalmazza továbbá, hogy amennyiben az értékpapírt megszerző már nem tulajdonosa az értékpapírnak, akkor a fenti esetben jogosult a megszerzési ár – amennyiben ez nem haladja meg az első kibocsátási árat - és a részvény elidegenítési ára közötti különbséget követelni, és szintén követelheti a megszerzéshez és az elidegenítéshez kapcsolódó járulékos költségek megtérítését. A 45. § tartalmazza a felelősség kizárásának eseteit. Így a 44. § alapján nem lehet követelést érvényesíteni azzal szemben, aki bizonyítja, hogy a prospektusban megadottak helytelenségéről vagy nem teljes voltáról nem tudott, és ennek felismerésének hiánya nem súlyos gondatlanságán alapul. Az igény továbbá nem áll fenn a BörsG. 44. §-a alapján, amennyiben: az értékpapírt nem a prospektus alapján szerezték meg; a prospektusban található helytelen vagy nem teljes mértékű közzététellel kapcsolatos tényállás nem járult hozzá, nem állt kapcsolatban az értékpapírok tőzsdei árának csökkenésével; az értékpapírt megszerző a prospektusban megadott közlések helytelenségét vagy nem teljes voltát az értékpapír megszerzésekor már ismerte; az értékpapír-szerzési ügylet megkötése előtt a kibocsátó éves jelentése vagy köztes jelentése (negyedéves jelentés) következtében, illetve az értékpapír-kereskedelmi törvény (Wertpapierhandelsgesetz) 15. §-a alapján kiadott közleményében, illetve egy ezzel egyenértékű közleményben egy világos helyesbítés közzététele történik meg belföldön a helytelen vagy nem teljes adatok vonatkozásában; vagy ha valaki teljesen az összefoglalóban vagy fordításában megadott adatokra hagyatkozik, kivéve, ha az összefoglaló megtévesztő, helytelen vagy ellentmondásos, - a prospektus más részeivel összevetve.

E követelés elévülésével kapcsolatban a BörsG. 46. §-a úgy rendelkezik, hogy a 44. §-ra (prospektusfelelősségre) alapított igény egy év alatt évül el attól az időponttól számítva, amittől kezdve az értékpapírt megszerző a prospektusban megadott adatok helytelenségéről vagy nem teljes voltáról tudomást szerzett (szubjektív elévülési határidő), legkésőbb azonban a prospektus nyilvánosságra hozását követő három év elteltével (objektív elévülési határidő). A BörsG. 47. §-a *hatálytalan felelősség-kizárás, egyéb igények* címszóval kimondja, hogy hatálytalan minden olyan megállapodás, melynek alapján a 44. §-ban meghatározott igény korlátozásra vagy kizárásra kerül. A további igények, amelyek a polgári jog előírásai alapján szerződésen (szerződéses rendelkezésen alapulóan) illetve szándékos vagy súlyosan gondatlan tiltott ügyletekből származnak, továbbra is érintetlenül maradnak.

A hazai és a német szabályozás összevetéséből kitűnik, hogy az ugyanazon irányelv (2003/71/EK irányelv) hatálya és szabályozása alá eső kérdésben két tagállam szabályozása mennyire eltérő lehet. Egyértelműen azonosítható különbségnek tűnik a kibocsátási tájékoztató tartalmáért felelősséget viselő személyek felelősségének terjedelme (a magyar szabályozás alapján egyes személyek a prospektus meghatározott részeiért is felelősek lehetnek, tehát a felelősségük nem szükségszerűen egyetemleges; míg a német jog szerint felelősségük egyértelműen egyetemleges), a felelősség alóli mentesülés



szabályozása, a követelés elévülésének időtartama (a hazai szabályozásban a hirdetmény közzétételétől számított öt év után évülnek el a prospektusfelelősségre alapozott követelések, míg a német jogban egy éves szubjektív, illetve három éves objektív elévülési határidő érvényesül).

#### 4) Jogi felelősség az Egyesült Államokban

Az Egyesült Államokban az értékpapír-kibocsátások során közzétett információkkal felelősséget állapítanak meg az 1933-as *Securities Act* rendelkezései.<sup>68</sup> Ennek 11. szakasza kimondja, hogy a kibocsátó és bármely más olyan szakember, aki részt vett a részvénykibocsátásban (beleértve a forgalmazót is), felelős<sup>69</sup> a bejegyzési nyilatkozatban (az Egyesült Államokban a kibocsátási tájékoztatónak ez az elnevezése) található bármely lényeges tényre vonatkozó téves állításért vagy annak elhallgatásáért.<sup>70</sup> Az Egyesült Államokban a jegyzésvezető (*underwriter*) ugyanis úgy tudja elkerülni a részvényjegyzők irányában fennálló felelősségét, ha megfelelő vizsgálatot (*reasonable investigation*) folytat le<sup>71</sup> a közzéteendő dokumentumokban található, lényeges tényekre vonatkozóan (hogy kiszűrje az esetleges téves állításokat, vagy a tények elhallgatását).<sup>72</sup> A felelősséget elkerülheti azzal is, hogy – ha nem ért egyet a bejegyzési nyilatkozatban foglalt információkkal – megtagadja a tranzakció folytatásában való közreműködést.<sup>73</sup>

#### IV. A kibocsátási tájékoztató tartalmáért való felelősség kockázatának csökkentését szolgáló módszerek

##### 1) Due diligence vizsgálat

A *due diligence* vizsgálat a kibocsátási tájékoztatóban közzétett (közzéteendő) információk pontosságának és teljességének megállapítását szolgálja. Ez az elnevezés az Egyesült Államokból származik, konkrétan az 1933-as *Securities Act* rendelkezései ihlették. Arra utal, hogy a részvénykibocsátáshoz szükséges tájékoztató készítői megfelelő gondossággal (*due diligence*) jártak el a dokumentáció összeállításakor. Jogi szempontból a *due diligence* mérsékelheti a polgári (vagy akár büntetőjogi) felelősséget, mely a megfelelő közzététel elmaradásából adódhat. Mint ugyanis fent is kiemeltük, például az Egyesült Államokban az 1933-as *Securities Act* kimondja, hogy a jegyzésvezető (*underwriter*) úgy tudja elkerülni a részvényjegyzők irányában fennálló felelősségét, ha megfelelő vizsgálatot (*reasonable investigation*) folytat le<sup>74</sup> a közzéteendő dokumentumokban található, lényeges tényekre vonatkozóan. Németországban pedig nem lehet követelést érvényesíteni azzal szemben, aki bizonyítja, hogy a prospektusban megadottak helytelenségéről vagy nem teljes voltáról nem tudott, és ennek felismerésének hiánya nem súlyos gondatlanságán

<sup>68</sup> Lásd SPINDLER, James C., *IPO Liability and Entrepreneurial Response*, University of Pennsylvania Law Review (2007/május) 1194-1195. old.

<sup>69</sup> Lásd BAUMGART, Kari Millan, *Lights, Camera, Capital: Considerations in Taking a Film Company Public*, Duquesne Business Law Journal (2004/tavaszi) 190. old.

<sup>70</sup> Securities Act of 1933 Section 11. (a) Elérhető: <http://www.sec.gov/about/laws/sa33.pdf>.

<sup>71</sup> Lásd SHER, Noam, *Negligence Versus Strict Liability: The Case of Underwriter Liability of IPO's*, DePaul Business & Commercial Law Journal (2006/3) 493. old.

<sup>72</sup> Securities Act of 1933 Section 11. (b) Elérhető: <http://www.sec.gov/about/laws/sa33.pdf>.

<sup>73</sup> Lásd FERRIS, Stephen P., HILLER, Janine S., WOLFE, Glenn A., COOPERMAN, Elizabeth S., *An Analysis and Recommendation for Prestigious Underwriter Participation in IPO's*, The Journal of Corporation Law (1991-1992/tavaszi) 584. old., Securities Act of 1933 Section 11. (b) Elérhető: <http://www.sec.gov/about/laws/sa33.pdf>.

<sup>74</sup> Lásd SHER, Noam, *Negligence Versus Strict Liability: The Case of Underwriter Liability of IPO's*, DePaul Business & Commercial Law Journal (2006/3) 493. old.

alapul. Így a megfelelő gondosság (*due diligence*) bizonyítása kiemelt jelentőségű a tranzakció során.

Egy nemzetközi részvénykibocsátás során a kibocsátó és a közreműködők felelőssége – mint a fentiekből is látható – jogrendszerenként változó, alapjait tekintve (a kibocsátási tájékoztatóban található téves állítások, hiányosságok) azonban egységes. A *due diligence* kapcsán megfogalmazódó elvárások szintén egyediek minden ügyletben. Ezek a kibocsátás típusától, a kibocsátótól, a megcélzott befektetőktől (intézményi vagy kisbefektető), a hozzáférhető külső piaci információktól és az adott állam jogi szabályozásából és joggyakorlatából adódó követelményektől függenek. Nincs előírt rutin vagy lista egy ilyen vizsgálat kapcsán, az elemeit általában a vállalat képviselői és a kibocsátásban résztvevő szakértők előzetesen megtárgyalják az adott tranzakció vonatkozásában.<sup>75</sup> Mivel a *due diligence* követelmények nehezen körülhatárolhatóak, és a részvénykibocsátást tervező társaság menedzsmentje nem ismeri általában kellőképpen e folyamatot, ezért szükséges a hasonló tranzakciók területén tapasztalattal rendelkező befektetési vállalkozások, közreműködő szakértők bevonása.<sup>76</sup> A *due diligence* követelmények terén szerzett tapasztalat, a vizsgálat során rendelkezésre álló szakértői és elemzői háttér mind pozitívan befolyásolhatja a tranzakció sikerét.<sup>77</sup> Az intézményi befektetők részvételük feltételeként ugyanis magasabb szintű *due diligence* vizsgálatot várnak el, mint a kisbefektetők.<sup>78</sup> Ezért míg a vállalatban egy munkacsoport a kibocsátási tájékoztató (*prospektus*) megszövegezésén dolgozik, azzal párhuzamosan általában a tranzakciót koordináló befektetési vállalkozás és jogtanácsosa, közreműködő szakértői elvégzik a vállalat *due diligence* vizsgálatát.<sup>79</sup> Ennek során áttekintik a társaság szervezetére és működésére vonatkozó dokumentumokat, pénzügyi kimutatásokat és előrejelzéseket, a lényeges szerződéseket, a menedzsment összetételét, valamint a beszállítókkal és a fogyasztókkal kapcsolatos információkat.<sup>80</sup>

Tárgya szerint célszerű megkülönböztetni az üzleti, a pénzügyi és a jogi *due diligence* vizsgálatot,<sup>81</sup> melyek időigényes, de ugyanakkor szükséges előkészületi lépései a kezdeti nyilvános részvénykibocsátásnak.

Az üzleti (kereskedelmi) *due diligence* vizsgálat keretében át kell tekinteni a vállalat üzleti tevékenységét. Az ezzel foglalkozó szakemberek megvizsgálják a társaság szempontjából releváns piacot és az ott uralkodó versenyhelyzetet, ide értve különösen az irányadó trendeket, a versenyképességet befolyásoló tényezőket, a múltbeli és a jövőbeli eredményekre ható aspektusokat. Elemzik a vállalatot érintő egyéb kockázatokat vagy a sikerét befolyásoló tényezőket, melyek gyakran az adott iparág vagy a vállalat szempontjából egyediek. Részletes vizsgálat alá vonják a vállalat működését. A vállalati stratégia és az adott iparág elemzése fontos, de a vállalat konkrét működésének

<sup>75</sup> Lásd GEDDES, Ross, *IPOs and Equity Offerings* (Butterworth-Heinemann, 2008) 108. old.

<sup>76</sup> Lásd FERRIS, Stephen P., HILLER, Janine S., WOLFE, Glenn A., COOPERMAN, Elizabeth S., *An Analysis and Recommendation for Prestigious Underwriter Participation in IPO's*, The Journal of Corporation Law (1991-1992/tavaszi) 587-588. old.

<sup>77</sup> Lásd FERRIS, Stephen P., HILLER, Janine S., WOLFE, Glenn A., COOPERMAN, Elizabeth S., *An Analysis and Recommendation for Prestigious Underwriter Participation in IPO's*, The Journal of Corporation Law (1991-1992/tavaszi) 602. old.

<sup>78</sup> Lásd FERRIS, Stephen P., HILLER, Janine S., WOLFE, Glenn A., COOPERMAN, Elizabeth S., *An Analysis and Recommendation for Prestigious Underwriter Participation in IPO's*, The Journal of Corporation Law (1991-1992/tavaszi) 588. old.

<sup>79</sup> Lásd SHER, Noam, *Underwriter's Civil Liability for IPO's: An Economic Analysis*, University of Pennsylvania Journal of International Economic Law (2006/2) 434. old.

<sup>80</sup> Lásd SJOSTROM, William K. Jr., *Going Public Through an Internet Direct Public Offering: A Sensible Alternative for Small Companies?* Florida Law Review (2001/3) 537-538. old.

<sup>81</sup> Lásd BARONDES, Royce de Rohan, *Correcting the Empirical Foundations of IPO-Pricing Regulations*, Florida State University Law Review (2005-2006/3) 443. old.

áttekintéséből szintén jelentős tapasztalatok szűrhetőek le. Éppen ezért ebbe a körbe beletartozik a közvetlen találkozás a vállalat munkavállalóival és telephelyeinek meglátogatása is.<sup>82</sup> A szakértők értékelik a menedzsment és a munkatársak képzettségét, valamint a vállalat üzleti tevékenységét befolyásoló szabályrendszert. Az üzleti (kereskedelmi) és stratégiai *due diligence* segít abban is a közreműködő befektetési vállalkozásoknak, szakértőknek, hogy jobban megértsék a vállalat üzleti tevékenységét.

A pénzügyi tevékenység vizsgálata (pénzügyi *due diligence*) körében a hangsúly az elmúlt időszak vállalati teljesítményére helyeződik. Ez mind a korábbi, mind a jövőbeli várható eredmények áttekintését jelenti. Ennek mélysége attól függ, hogy a tranzakcióban résztvevő független könyvvizsgáló már évek óta foglalkozik-e a vállalattal, vagy csak a tranzakció kapcsán kezdett-e elmélyedni működésében. A befektetők számára természetesen nagyobb biztonságot jelent, ha a könyvvizsgáló már korábban is kapcsolatba került a vállalattal és átlátja tevékenységét. A társaságnak hozzá kell igazítania beszámoló-készítési gyakorlatát a befektetői közösség elvárásaihoz, és auditált beszámolókat kell készítenie.<sup>83</sup> A vizsgálat kiterjed még a vállalat pénzügyi és üzleti tervére, a kulcsfontosságú teljesítmény-mutatókra, az adózási szempontokra és az ezekhez kapcsolódó esetleges kockázatokra.<sup>84</sup> Vizsgálatának lezárását követően a könyvvizsgáló egy ún. *comfort letter* (megerősítő nyilatkozat) elküldésével tanúsítja, hogy hozzájárul az általa készített könyvvizsgálati eredmények beillesztéséhez a *prospektusba* és az ajánlati dokumentációba. A levélben megerősíti továbbá függetlenségének tényét is.

A vállalat összes jogi relevanciával rendelkező dokumentumának (jogi *due diligence*) áttekintése a kibocsátó társaság és a tranzakciót koordináló befektetési vállalkozás jogászainak, jogi tanácsadóinak feladata. A két jogászcsapat megoszthatja a feladatokat, hogy ezzel is felgyorsítsák a folyamatot. A vállalatnak a vizsgálathoz egy jogi adatszobát kell felállítania, hogy segítse a jogászok munkáját a dokumentumok áttekintésében. Röviden összefoglalva, vizsgálni kell az alapszabály és a belső szabályzatok megfelelőségét; a közgyűlések és igazgatótanácsi ülések jegyzőkönyveit és a hozott határozatokat; a hitelszerződéseket és hitelpapír-kibocsátásokat; a lényeges szerződéseket és egyéb megállapodásokat;<sup>85</sup> a szabadalmakat és márkabejegyzéseket; a szellemi tulajdonjogvédelmet és a szerzői jogok oltalmára vonatkozó szabályok betartását; a folyamatban lévő vagy fenyegető jogvitákat; a saját részvény-visszavásárlások dokumentációját és szabályosságát; a munkaviszonyhoz kapcsolódó, illetve megbízási, tanácsadói szerződéseket; a munkavállalói részvénytulajdonosi programokat és javadalmazási megállapodásokat; a megfelelő felelősségbiztosítások rendelkezésre állását; a tevékenységhez szükséges licenceket és hatósági engedélyek meglétét; a hatályos jogszabályoknak való megfelelést; az esetleges adójogi szempontokat; a könyvvizsgálati eredményeket és végezetül pedig a legutóbbi sajtónyilatkozatokat.<sup>86</sup> Fontos még a teljes körű vagyonleltár megléte is. A jogi *due diligence* tevékenység eredményeként jogi szakvélemény készül, melyet közzétesznek, illetve helyet kap a *prospektusban*.

<sup>82</sup> Lásd GEDDES, Ross, *IPOs and Equity Offerings* (Butterworth-Heinemann, 2008) 109. old.

<sup>83</sup> Lásd SHEFSKY, Lloyd E., *Financial and Structural Preparation for Initial Public Offering*, *The Compleat Lawyer* (1987/tavaszi) 64. old.

<sup>84</sup> Lásd GEDDES, Ross, *IPOs and Equity Offerings* (Butterworth-Heinemann, 2008)

<sup>85</sup> Lásd UTSET, Manuel A., *Producing Information: Initial Public Offerings, Production Costs, and the Producing Lawyer*, *Oregon Law Review* (1995/1) 306. old.

<sup>86</sup> Lásd GEDDES, Ross, *IPOs and Equity Offerings* (Butterworth-Heinemann, 2008)

## 2) Alulárázás

A kezdeti nyilvános részvénykibocsátás során értékesített részvények másodlagos piaci teljesítményével kapcsolatban két, egymással ellentétes jelenséget szükséges kiemelnünk. Először is kiemelnénk az újonnan kibocsátott részvények rövidtávú alulárázottságát. Átlagosan ugyanis a kezdeti nyilvános részvénykibocsátás során értékesített részvények árfolyama az első kereskedési nap zárásáig több mint 10%-ot emelkedik a kibocsátási árhoz képest. A tudományos és üzleti közvélemény álláspontja ezzel kapcsolatban az, hogy a másodlagos piacon kialakult árfolyam mutatja a részvény valós értékét. Ez vezet arra a megállapításra bennünket, hogy a kezdeti nyilvános részvénykibocsátások alulárázzák a papírokat.<sup>87</sup> Az Egyesült Államokban például az 1980-tól 2001-ig terjedő időszakban a kezdeti nyilvános részvénykibocsátások átlagosan 22%-al voltak alulárázva, bár ezt jelentősen befolyásolta a *dot.com* buborék is<sup>88</sup> (mellyel kapcsolatban *Jay R. Ritter*, a gainsville-i Floridai Egyetem professzora kimutatta, hogy ekkor, vagyis 1999 és 2000 között tetőzött az alulárázás mértéke,<sup>89</sup> amikor elérte a 70-80%-os szintet).<sup>90</sup>

E jelenség már fél évszázada jól dokumentált nemcsak az Egyesült Államokban,<sup>91</sup> de a világ más tőkepiacain is.<sup>92</sup> Így általában egy kezdeti nyilvános részvénykibocsátás 15-20%-kal<sup>93</sup> magasabb árfolyamon fog zárni az első kereskedési napon, mint amit a tranzakció árazása során megállapítottak. Ez a mérték ugyanakkor időről-időre különbözik piaconként és iparáganként.<sup>94</sup>

*Roger G. Ibbotson* és *Jay R. Ritter* közös kutatásaik során például tizenkilenc országban vizsgálták meg és dokumentálták az alulárázás jelenségét. Ez Franciaország esetében alacsony, csupán 4,2%-os szintet ért el.<sup>95</sup> Az Egyesült Királyságban az alulárázás ugyanakkor 9,7, Németországban 21,5, Japánban 31,9, Svédországban 40, Dél-Koreában 79, Malajziában pedig 149,3 százalékot tett ki. Az alulárázás súlyozott mértéke az Egyesült Államokon kívül e kutatás alapján 14,1%, összehasonlítva az Egyesült Államok 16,4%-os eredményével.<sup>96</sup>

Ez azt jelenti, hogy a kibocsátó illetve a vállalat eredeti részvényesei jelentős hozamtól esnek el a kezdeti nyilvános részvénykibocsátás során. Ezt az összeget úgy számolhatjuk ki, ha a kibocsátási árat levonjuk az első kereskedési nap záró árfolyamából, és az így

<sup>87</sup> Lásd SPINDLER, James C., *IPO Liability and Entrepreneurial Response*, University of Pennsylvania Law Review (2007/május) 1210-1212. old.

<sup>88</sup> Lásd ANAND, Anita Indira, *Is the Dutch Auction IPO a Good Idea?*, Stanford Journal of Law, Business and Finance (2005-2006/2) 251. old.

<sup>89</sup> Lásd RUEDA, Andres, *The Hot IPO Phenomenon and the Great Internet Bust*, Fordham Journal of Corporate & Financial Law (2001/1) 23, 46. old.; BARONDES, Royce de R., *NASD Regulation of IPO Conflicts of Interest - Does Gatekeeping Work?* Tulane Law Review (2005/4) 898. old.

<sup>90</sup> Lásd HURT, Christine, *What Google Can't Tell Us About Internet Auctions (And What It Can)*, University of Toledo Law Review (2006/2) 404. old.; GEDDES, Ross, *IPOs and Equity Offerings* (Butterworth-Heinemann, 2008.) 27. old.; GRIFFITH, Sean J., *Spinning and Underpricing - A Legal and Economic Analysis of the Preferential Allocation of Shares in Initial Public Offerings*, Brooklyn Law Review (2004/2) 617. old.

<sup>91</sup> Lásd SHER, Noam, *Underwriter's Civil Liability for IPO's: An Economic Analysis*, University of Pennsylvania Journal of International Economic Law (2006/2) 409. old.

<sup>92</sup> Lásd ALEXANDER, Janet Cooper, *The Lawsuit Avoidance Theory of Why Initial Public Offerings are Underpriced*, University of California Los Angeles Law Review (1993/1) 18. old.

<sup>93</sup> Lásd BARONDES, Royce de R., *NASD Regulation of IPO Conflicts of Interest - Does Gatekeeping Work?* Tulane Law Review (2005/4) 867. old.

<sup>94</sup> Lásd GEDDES, Ross, *IPOs and Equity Offerings* (Butterworth-Heinemann, 2008.) 27. old.

<sup>95</sup> Lásd TURKI, Adel L., BARRY, Christopher B., *Initial Public Offerings by Development Stage Companies*, The Journal of Small & Emerging Business Law (1998/1) 103-104. old.

<sup>96</sup> Lásd ALEXANDER, Janet Cooper, *The Lawsuit Avoidance Theory of Why Initial Public Offerings are Underpriced*, University of California Los Angeles Law Review (1993/1) 62. old.

kapott eredményt beszorozzuk a kibocsátott részvények számával. A *greenshoe-opció*<sup>97</sup> hatását figyelmen kívül hagyva így nagyjából megbízható kép kapható.<sup>98</sup> Ez alapján arra az eredményre juthatunk, hogy 1980-tól 2001-ig összesen mintegy 100 milliárd dollárt vesztek az alulárazás következtében a kibocsátók az első kereskedési napon csak az Egyesült Államokban.<sup>99</sup>

Az alulárazás jelenségének magyarázata az egyik megközelítés szerint abban ragadható meg, hogy a *prospektus* tartalmáért való felelősség kockázatát képes csökkenteni.<sup>100</sup> Amíg ugyanis az árfolyam nem esik a kibocsátási ár alá, nyilvánvalóan nehéz a befektetők káráról és ezen alapuló jogvitáról beszélni. Ezért a forgalmazók a másodlagos piacon az árfolyamstabilizáció módszereinek segítségével igyekeznek fenntartani a részvényárfolyamot. Nyilvánvalóan minél magasabb a kibocsátási ár, ez annál jelentősebb erőfeszítéseket igényel. A *prospektusfelelősség* kockázatát pedig célszerű komolyan venni. Egy akkora méretű dokumentumban, mint a kibocsátási tájékoztató, minden bizonnyal lehetséges valamilyen téves állítást vagy elhallgatást találni.<sup>101</sup> A részvényárfolyam továbbá gyakran változhat, és számos okból. Például a piaci mozgások komoly befolyást gyakorolnak rá, és ez még fokozottabb veszélyt jelent egy újonnan bevezetett részvény esetében. Éppen ezért az alulárazás védhet a *prospektusfelelősséggel* szemben<sup>102</sup> külső piaci változások esetén is.<sup>103</sup>

Ez a megközelítés azonban kevésbé veszi figyelembe, hogy az értékpapírhoz alapvetően közzétételi kötelezettségeket határoz meg, és nem érdemi szabályozást egyes befektetések értékéről vagy árazásáról. A jogi felelősség csak akkor merülhet fel, ha a részvények értékesítése a vállalatra vonatkozó fontos tények, körülmények és kilátások lényeges elferdítésével vagy elhallgatásával történt. Ez a magatartás és nem az esetleges túlárazás jogsértő. Ha viszont a kibocsátó és a tranzakció lebonyolításában közreműködő forgalmazó nyilvánosságra hoz minden releváns információt (tehát a *due diligence* vizsgálat alapos

<sup>97</sup> Greenshoe-opció (meghirdetett mennyiségen felüli értékpapírok eredeti árfolyamon történő vásárlási opciója): A stabil piac érdekében a vezető forgalmazó gyakran túlallokálja a részvényeket (vagyis több részvényt értékesít, mint ami valójában a tranzakció során rendelkezésre áll és meghirdetésre került) a befektetőknek, és ez által *short pozíciót*<sup>97</sup> vesz fel a piacon<sup>97</sup> (mivel olyan részvényeket értékesített, amelyekkel nem is rendelkezik). Ehhez a papírokat általában úgy biztosítja, hogy részvénykölcson-szerződést köt a vállalat meglévő részvényeseivel, illetve opciós jogot szerez a papírokra. Azért hogy biztosítsák a vezető forgalmazó és a konzorcium számára a maximális rugalmasságot a másodlagos piaci árfolyamstabilizációhoz, elterjedt, hogy a kibocsátó opciós jogot ad a konzorciumnak részvények megszerzésére. Ennek elnevezése a *greenshoe-opció*. Nevét a „*The Green Shoe Manufacturing Company of Lexington*” cipőgyárról kapta, melynek 1963 februárjában lezajlott részvénykibocsátása úttörő volt ebben a vonatkozásban. Az ekkor először alkalmazott megoldás lehetővé teszi a forgalmazási konzorcium számára, hogy további részvényeket szerezzen meg (általában a kibocsátás 10, maximum 15%-ának megfelelő mértékben)<sup>97</sup> a kibocsátótól, vagy egy már jelenlévő részvényesétől a tranzakciót követő meghatározott időszakon (általában 30 napon) belül a jegyzés során alkalmazott áron és feltételek mellett. Lásd: SHER, Noam, *Negligence Versus Strict Liability: The Case of Underwriter Liability of IPO's*, DePaul Business & Commercial Law Journal (2006/3) 479. old.; RUEDA, Andres, *The Hot IPO Phenomenon and the Great Internet Bust*, Fordham Journal of Corporate & Financial Law (2001/1) 32-33. old.; GEDDES, Ross, *IPOs and Equity Offerings* (Butterworth-Heinemann, 2008) 205-206. old.

<sup>98</sup> Lásd GEDDES, Ross, *IPOs and Equity Offerings* (Butterworth-Heinemann, 2008.) 27. old.

<sup>99</sup> Lásd ANAND, Anita Indira, *Is the Dutch Auction IPO a Good Idea?*, Stanford Journal of Law, Business and Finance (2005-2006/2) 251. old.

<sup>100</sup> Lásd SPINDLER, James C., *IPO Liability and Entrepreneurial Response*, University of Pennsylvania Law Review (2007/május) 1210-1214. old.

<sup>101</sup> Lásd BOOTH, Richard A., *Going Public, Selling Stock, and Buying Liquidity*, Entrepreneurial Business Law Journal (2007-2008/2) 651. old.

<sup>102</sup> Lásd GRIFFITH, Sean J., *Spinning and Underpricing – A Legal and Economic Analysis of the Preferential Allocation of Shares in Initial Public Offerings*, Brooklyn Law Review (2004/2) 606-608. old.

<sup>103</sup> Lásd BOOTH, Richard A., *Going Public, Selling Stock, and Buying Liquidity*, Entrepreneurial Business Law Journal (2007-2008/2) 651. old.

volt és a kibocsátási tájékoztató pontos és teljes körű), akkor nem kell az esetleges túlárzás következményeitől tartaniuk.<sup>104</sup>

### 3) A prospektusfelelősség és a biztosítás

Fontos kitérnünk *Tim Loughran* és *Jay Ritter* kutatásai alapján egy kevésbé ismert problémára az újonnan kibocsátott részvények másodlagos piaci teljesítményével kapcsolatban: a kezdeti nyilvános részvénykibocsátások hosszú távú túlárzottságára.<sup>105</sup> Ez azt mutatja, hogy az újonnan kibocsátott részvények alulteljesítik a már korábban bevezetett vállalatok részvényeit,<sup>106</sup> ha mindkét befektetési lehetőséget néhány éves távlatban (mondjuk öt éven keresztül) nyomon követjük.<sup>107</sup> Ez az állítás két okból is helytállónak tűnik. Egyrészt a kezdeti nyilvános részvénykibocsátásokat általában a piaci fellendülések idején hajtják végre, optimális piaci körülmények között, így alapvetően az ekkor kialakult árat tükrözik. Továbbá az újonnan kibocsátott részvények alulteljesítik a piacon jelenlévő érettebb vállalatok papírjait, tehát hosszú távú teljesítményüket tekintve túlárzottnak bizonyulnak a részvénykibocsátások.<sup>108</sup>

A kezdeti nyilvános részvénykibocsátást követően pedig a befektetők, mikor esetlegesen azt tapasztalják, hogy a társaság a tőzsdére való bevezetését követő években alulteljesít (megtörténhet, hogy árfolyama a kibocsátási ár alá csökkent), újra elővehetik a kibocsátási tájékoztatót, hogy minden kockázat bele volt e foglalva, ami potenciálisan veszélyt jelentett befektetésükre. Ezért jelent meg először az Egyesült Államokban – valószínűsíthetően a *dot.com* buborék tapasztalataiból kiindulva – a kezdeti nyilvános részvénykibocsátásokhoz, különösen a kibocsátási tájékoztató (bejegyzési nyilatkozat) tartalmához kapcsolódó felelősségbiztosítás.

A vállalatok életében jelenlévő kockázatok jelentős részét (akár 50-80%-át) különböző biztosítások fedezik, például az ún. *D&O* (*directors and officers*) felelősségbiztosítás (a vezető tisztségviselőket védő felelősségbiztosítás). Ugyanakkor a vállalat köthet biztosítást a *prospektusfelelősségből* adódó kockázatok kezelésére is.<sup>109</sup> A kezdeti nyilvános részvénykibocsátásokkal foglalkozó vállalatok jóval magasabb besorolás alá esnek számos biztosítótársaságnál a tranzakcióhoz kapcsolódó kockázatok mértéke miatt.<sup>110</sup>

A prospektus összeállításában részt vevő közreműködő szakértők, befektetési vállalkozások számára a prospektusfelelősség általában a tevékenységükkel kapcsolatos felelősségbiztosítás része, és így az azzal kapcsolatos biztosítási kötvénybe van belefoglalva. Teljesen más a helyzet viszont a kibocsátóval és annak vezető

---

<sup>104</sup> Lásd SPINDLER, James C., *IPO Liability and Entrepreneurial Response*, University of Pennsylvania Law Review (2007/május) 1222-1223. old.

<sup>105</sup> Lásd GRIFFITH, Sean J., *Spinning and Underpricing – A Legal and Economic Analysis of the Preferential Allocation of Shares in Initial Public Offerings*, Brooklyn Law Review (2004/2) 603-604. old.

<sup>106</sup> Ezt támasztja alá egy másik kutatás is, mely az Egyesült Államokban az 1968-1987-ig történt kezdeti nyilvános részvénykibocsátások teljesítményét vizsgálta. Ennek kapcsán kiderült, hogy az újonnan kibocsátott részvények éves átlagban 2%-os hozamot biztosítottak az első öt évben, ha az első kereskedési nap záróértékéhez viszonyítjuk őket. Lásd ALEXANDER, Janet Cooper, *The Lawsuit Avoidance Theory of Why Initial Public Offerings are Underpriced*, University of California Los Angeles Law Review (1993/1) 23. old.

<sup>107</sup> Lásd SPINDLER, James C., *IPO Liability and Entrepreneurial Response*, University of Pennsylvania Law Review (2007/május) 1214. old.

<sup>108</sup> Lásd SHAYNE, Jonathan A., SODERQUIST, Larry D., *Inefficiency in the Market of Initial Public Offerings*, Vanderbilt Law Review (1995/4) 965-970. old.

<sup>109</sup> Lásd SPINDLER, James C., *IPO Liability and Entrepreneurial Response*, University of Pennsylvania Law Review (2007/május) 1222-1223. old.

<sup>110</sup> Lásd ALEXANDER, Janet Cooper, *The Lawsuit Avoidance Theory of Why Initial Public Offerings are Underpriced*, University of California Los Angeles Law Review (1993/1) 46-47. old.



tisztségviselőivel (igazgatósági illetve felügyelőbizottsági tagjaival, esetleg igazgatótanácsának tagjaival).

A társaság által a tevékenységével kapcsolatban megkötött vállalati felelősségbiztosítás általában nem terjed ki a kezdeti nyilvános részvénykibocsátással kapcsolatos kockázatokra. A prospektusfelelősség a vezető tisztségviselők és felügyelőbizottsági tagok (D&O – directors and officers) felelősségbiztosításából általában szintén kizárásra kerül az általános szerződési feltételekben, mint jelentős veszély, illetve kockázatnövekedés. Így a prospektusfelelősségből adódó kockázatot nem fedezi a szokásos D&O biztosítási kötvény. Ugyanakkor lehetséges a kezdeti nyilvános részvénykibocsátással kapcsolatos kockázatok beiktatni egy ilyen biztosításba, - természetesen jelentős többletköltséggel. Ez azonban csak a második legjobb megoldás.

Lehetőség van ugyanis a kezdeti nyilvános részvénykibocsátás során, különösen a prospektusfelelősség kapcsán jelentkező kockázatok biztosítás megkötésével jelentősen csökkenteni. Ez egyrészt lefedi azokat a kártérítési igényeket, amik a kibocsátóval szemben felmerülnek, vagy amelyet az igazgatóság, felügyelőbizottság tagjaival szemben érvényesítenének (tekintet nélkül arra, hogy a részvénytársaság mentesíti-e őket a felelősség alól, vagy nem). Szintén tartalmazza a biztosítás általában a polgári jogi kártérítési keresetekkel szemben a bíróság előtti védekezés költségét. Járulékosan lehetséges lehet még például a felügyeleti szerv, tőzsd felügyelet vizsgálatához kapcsolódó költségek fedezése, illetve egy potenciális árfolyamesés esetén a *public relations* tevékenység költségeinek fedezésében való megegyezés. A külön biztosítási kötvény megkötése sokkal ésszerűbb a kezdeti nyilvános részvénykibocsátások kapcsán, mint a jelentkező kockázatok beépítése a már meglévő biztosítási kötvényekbe. Egy ilyen biztosítás feltételeit ugyanis tipikusan a tőzsdére lépés és részvénykibocsátás egyszeri eseményének különleges kockázataihoz igazodva kell kialakítani.<sup>111</sup> Továbbá ezen speciális biztosítási kötvények akár hat éves időtartamra is kiterjedhetnek<sup>112</sup> (célszerű ezen időtartamot a prospektusfelelősségből adódó kockázatok elévüléséhez igazítani), és függetlenek a többi, évente megújításra szoruló biztosítási kötvény jogi sorsától.

A kezdeti nyilvános részvénykibocsátás során jelentkező kockázatokra kötött biztosítási kötvényeket csak néhány biztosítótársaság kínálja, eltérő feltételekkel. A biztosítást az első tőzsdei kereskedési nap előtt néhány héttel szokták megkötni. A biztosítási összeg meghatározása a kibocsátott részvénytőke nagyságától és a vállalat vezetésének akaratától függ. A biztosítás díja sok tényezőtől áll összefüggésben, így pl. a biztosítási összeg nagyságától, a tőzsde helyétől (amennyiben a kibocsátás kapcsolódik az amerikai tőkepiachoz, az többletkockázatot, és így többletköltséget jelent), a kibocsátás nagyságától és értékétől (piaci kapitalizáció), a társaság üzletágától és pénzügyi helyzetétől. A biztosítási díj csak egy töredékét teszi ki a rendelkezésre álló biztosítási összegnek, és egy kezdeti nyilvános részvénykibocsátás teljes költségeinek. Ennek köszönhetően viszont a kibocsátó és vezetősége a prospektusfelelősségből adódó kockázatot jelentős mértékben áthelhelheti egy biztosítótársaságra.<sup>113</sup>

<sup>111</sup> MEISE, Uwe, Prospekthaftung und Versicherung von IPO's und andere Wertpapieremissionen, Private (Das Geld-Magazin), (2006/3) 46-47. old. Elérhető (2011. március 16.):

<http://www.private.ag/media/2006/03/de/Prospekthaftung.pdf?navtext=Home>,

<sup>112</sup> Elérhető (2011. március 16.): <http://www.aon.com/belgium/products-and-services/risk-services/initial-public-offering.jsp>

<sup>113</sup> MEISE, Uwe, Prospekthaftung und Versicherung von IPO's und andere Wertpapieremissionen, Private (Das Geld-Magazin), (2006/3) 46-47. old. Elérhető (2011. március 16.):

<http://www.private.ag/media/2006/03/de/Prospekthaftung.pdf?navtext=Home>,

### **V. Konklúziók**

A kibocsátási tájékoztatók akár több száz oldal terjedelemre rúgnak, elkészítésük minden alkalommal jelentős kihívás elé állítja a részvényeket kibocsátó társaságokat, illetve a tranzakcióban közreműködő befektetési vállalkozásokat és szakértőket. Ennek oka egyik részről a tranzakció menetrendjéből (a prospektus elkészítésére nyitva álló időtartamból), másik részről abból a kötelezettségből adódik, hogy a kibocsátási tájékoztatónak könnyen elemezhető és érthető formában kell bemutatnia a társaság (és a tranzakció) szempontjából lényeges információkat. Amennyiben téves állítás, avagy hiányosság fedezhető fel a prospektusban, és ebből adódóan kár éri a befektetőket, a fejlett tőkepiaccal rendelkező államokban az értékpapírjogi szabályozás által előírt felelősségi szabály érvényesül. A jogi megítélést nehezítheti, hogy napjainkban számos kezdeti nyilvános részvénykibocsátás határokon átívelően, több állam tőkepiacát megcélózva megy végbe. Így a kibocsátási tájékoztatókhoz kapcsolódó felelősségi szabályok ismerete, e felelősségből adódó kockázatok csökkentésének vizsgálata minden kezdeti nyilvános részvény-kibocsátási tranzakció fontos része. Reményeink szerint ez a tanulmány segítséget nyújt a gyakorlati alkalmazhatóság tekintetében is, azzal, hogy bemutatja a kérdés legfontosabb aspektusainak bemutatásával.